

証券取引における「公正」と「損失補てん等の禁止」(一)  
——証券取引法四二条の二の再検討——

芝 園 子

はじめに

第一章 「損失補填」に関する事実関係

第一節 一九九一年「証券不祥事」における事実関係

第二節 損失補填の禁止に関する一連の経緯

一 一九八九年以前

二 一九八九年——大和証券の損失補填の発覚と大蔵省通達——

三 一九九一年の証券不祥事

四 平成三年(一九九一年)改正以降

第三節 平成三年前証券取引法と「損失補填」

一 平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号・四号

二 平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号・四号違反の保証約束の私法上の効力

三 証券取引法一五七条

四 平成三年改正前証券取引法一二七条

五 まとめ

第四節

「損失補填」発生の背景とその禁止趣旨を検討する必要性

一 「損失補填」の発生と証券規制の問題点

二 免許制度と「損失補填」の発生

三 免許制度と「損失補填」に対する大蔵省の対応

四 証券規制の問題点と平成三年改正後の制度改革

五 禁止趣旨を検討する必要性

おしめこ

証券不祥事は、一九八〇年代におけるバブル経済が遺した後遺症の先駆けとでもいべきものであり、一九九一年夏にクライマックスを迎えた。証券不祥事となった損失補填<sup>1)</sup>は、感情的に非難され、すぐさま証券取引法の改正がなされ、禁止された。しかし、損失補填の事実説明は十分になされず、その改正内容には、十分な検討が行われることもなかった。結果として、なぜ損失補填が非難されるのが不明確なままにとどまった。我々のもとには、何が禁止されているのかをじっくりと考えねばわからないような複雑な条文(証券取引法四二条の二)がある。

一九九一年の「損失補填」とはどのような現象であったのか。いかなる歴史的背景のもとで行なわれたのか。い

かなる経緯により立法がなされたか。その後「損失補填」に関して、いかなる事件が起こったか。第一章ではこれらにつき述べる。第二章では、損失補てん等を禁止する現行法を概観する。そのうえで、第三章以降では、損失補填を禁止する立法趣旨を詳細に検討し、証券取引法四二条の二の禁止行為を分析し、立法趣旨からの再検討を試みるとともに、最後に、新たな立法の提案を行う。

(1) 証券不祥事としては、損失補填のほかに、暴力団との取引や特定株の過剰な投資勧誘による相場操縦が問題となった。

## 第一章 「損失補填」に関する事実関係

### 第一節 一九九一年「証券不祥事」における事実

一九九一年に明るみになった「損失補填」につき、事実内容の解明は十分にはなされなかった。明らかになったのは、証券会社が一部の顧客に対して、一九八九年九月期から一九九一年三月期の三年間に様々な方法で、合計二一六五億円の財産上の利益を提供していたという事実<sup>(2)</sup>である。

「損失補填」を行なった「証券会社」は、一部の証券会社にとどまらず、ほぼあらゆる規模のほとんどの証券会社に及んでいた。補填を行った証券会社においては、「損失補填」は、組織的に会社幹部の了解の下に営業政策の一貫としてなされたと言われる。

下げ相場のなかでほとんどの投資家が証券取引において損失を抱えていた時期に、補填を受けた顧客はいかなる顧客であったのか。証券会社から財産上の利益を提供されたことが明るみになった七八七の補填先「顧客」は投資家全体のなかでごく少数ではあったが、優良企業、超一流ではない財テク企業、公的資金、地方中小金融機関、粉飾まがいのグループ企業、トラブルの相手方など、多様性に富んでいた。<sup>(3)</sup> これら顧客の中には損失補填を要求するものもあれば、補填を受けた認識のないものもあった。<sup>(4)</sup> 七八七件の補填先の中には、「営業特金」と言われる事実上の一任勘定取引<sup>(5)</sup>を行なう顧客が存在していた。<sup>(6)</sup> 営業特金においては利回り保証が行われ、その履行ないし損害賠償として損失補填が行われたと推測されている。<sup>(7)</sup> 補填先が多様であり、かつその公表が迅速に行なわれなかったことからすると、なんらかの基準をもとに損失補填が行なわれたとは言えないようである。以上からすれば、損失補填を補填先である顧客から定義することは難しい。<sup>(8)</sup>

損失補填は、金銭で行なわれることもあったが、そのほとんどは取引の形をとって行なわれた。そのような取引には、①国債、非上場債権、外貨建ワラントにおける低廉譲渡または高値買取またはその両方、②顧客に有利な先物取引、③証券取引所の市場間価格差を利用した取引、④新規発行の転換社債等の大量割り当てが含まれている。いわゆる「飛ばし取引」<sup>(9)</sup>もここに付け加えられるべきであろう。このように、様々な取引で補填が行われたために、損失補填を取引から定義することは困難である。<sup>(10)</sup>

前述したように、一九八九年九月期から一九九一年三月期までの三年間に「損失補填」は合計二一六五億円なされた。事業法人による営業特金やファンドトラストでの莫大な運用金額から見ると、それぞれの顧客の証券取引における損失が全て補填されたわけでない。<sup>(11)</sup> 手数料との関係では、補填額が各顧客の支払った委託売買手数料の範囲内にとどまったかどうかは、しっかりとした計算がなされていないので不明である。<sup>(12)</sup> しかし、一方で、損失のない

取引に対しても補填がなされていた。以上からすれば、それぞれの顧客に対して提供された金額の決定には客観的な基準などなく、恣意的な金額が補填されていた。

- (1) 本節において、注のない事実は日本証券業協会「損失補填の概要について」(一九九一・八・九)による。
- (2) 中村明雄(大蔵省証券局総務課課長補佐(当時))・「証券取引法及び外国証券業者に関する法律の一部を改正する法律」について——証券不祥事の再発防止に向けて——・商事法務一二六四号二頁(一九九一・一〇・二五)(日本証券業協会が公表した一九九一年九月二四日までの資料等をもとにしている)。
- (3) 日本経済新聞社編・宴の悪魔証券スキャンダルの深層三六〇頁(日本経済新聞社、一九九一・一〇・九)。
- (4) 大蔵省の資料による。日本経済新聞一九九一年一〇月三日。
- (5) 「営業特金」とは、形式的には「特定金銭信託」と言われる取引である。「特定金銭信託」とは、信託行為において、信託財産の運用方法が特定されている金銭信託の一つであり、委託者または委託者が運用を委任した投資顧問会社が、受託者に対して、債権・株式などの銘柄、数量、売買価格などの条件を具体的に指示することによって運用の方法を特定する(田中實〓山田昭・信託法一四三〇一四七頁学陽書房、一九八九)。本来は運用能力のある生命保険等金融機関向けの取引勘定である。特定金銭信託での証券取引は、企業本体で証券取引を行うのに比べて、税法上の利益がある(税法上の利点については、河本一郎〓神崎克郎〓根岸哲〓森本滋へ座談会)損失保証・損失補填の経済的・法的位置づけをめぐって・資本市場七五号五、一一頁(河本発言)(一九九一・一一)。しかし、損失補填の時に問題となった「営業特金」とは、個別の運用指図を、証券会社が一任されており、事実上一任勘定取引であった。したがって、本来の「特定金銭信託」とは大幅に性格の異なるものである。営業特金については、河本一郎〓龍田節〓若杉明〓上村達男へ座談会)損失補填に関する法的問題・商事法務一二六三号六〇九頁(一九九一・一〇・五)等。

なお、営業特金に対するその後の規制については、本章第一章第三節注②を参照。

(6) 補填先の企業のなかで営業特金(特定金銭信託)を行っている大口顧客の割合は、大蔵省の資料によれば六割である(日経新聞一九九一年九月二七日)。

(7) 神崎克郎(江頭憲治郎)・芝原邦爾(竹居照芳)へ座談会(損失補填問題と証券取引法・ジュリスト九八九号一四、一八頁(竹居発言)(一九九一・一一・二))。営業特金における損失補填に関しては、証券会社は「大蔵省の損失補填禁止通達がでた前後に、企業に出していた利回り保証の書類を全て営業マンに指示して回収した」とも言われている(加藤暁子・証券業界の不祥事と今後の信頼回復・法律のひろば一九九一・一一号四、五頁)。

(8) たとえば、平成三年八月に行われた第二一回臨時国会参議院「証券及び金融問題に関する特別委員会」における、野村証券田淵節也相談役(当時)の証言(第二一回臨時国会参議院「証券及び金融問題に関する特別委員会」参四号六頁)。

(9) 国際先物又は株価指数先物において、証券会社が自己の計算で売りと買いを同時に両建てし、短期間のうちに利益のためものについて顧客に供与した。

(10) 大阪証券取引所・名古屋証券取引所等の比較的取引高の少ない市場で、クロス取引をし、その価格と東京証券取引所での価格の差額を顧客に利得させた。

(11) 新規発行証券は、公募価格が低く抑えられていたために値上がりをする可能性が高く、新規発行証券を入手することにより、顧客は利益を得ることができた。

(12) 「飛ばし」取引とは、証券会社が、株価の下落により含み損が発生した顧客のために、時価を大幅に上回る価格でその顧客の有する有価証券を購入する顧客を見つけて、当該有価証券の取引を仲介したうえで、その仲介の過程で、有価証券を買い受ける顧客に対して、一定期間後に、買受け価格を時価を大幅に上回る価格で当該有価証券を買い取る他の顧客との取引を仲介することを約する取引をいう(判例タイムズ九五二号二六五頁(一九九七・一一・一五)を参考にした)。通常、決算期の異なる会社

間で行われ、繰り返して行われる。証券不祥事以降の株価下落時には、飛ばし取引が繰り返し行われたために、売買価格と時価のずれは大きくなり、最終的には、証券会社が買い手となり、時価と転売価格の差額を負うことになった。飛ばし取引が明るみになった証券会社は、コスモ証券、大和証券、日興証券、丸万証券、山種証券等である。後に、山一証券破綻の原因となった簿外債務は飛ばし取引がそのきっかけになっていた。

(13) 座談会ジュリスト・前掲注(7)一五〜一七頁。

(14) 座談会商事法務・前掲注(5)六〜九頁。山一証券経済研究所の調べでは、ファンドトラストと特定金銭信託をあわせた残高は、一九九〇年一月において、元本は三六兆円、時価では一六兆円から二八兆円である。これらの運用金額からすると、損失補填額は僅かにすぎない(日経金融新聞一九九一年二月一四日)。

(15) 委託売買手数料を越えて補填がなされたとする見解をとるのは、座談会商事法務・前掲注(5)一一頁(龍田発言)、座談会ジュリスト・前掲注(7)一九頁(江頭発言)。一方、「大口投資家の市場運用資金量、その支払った委託手数料ひいては証券会社が収入として受け取った委託手数料の大きさと比べてみると、大した数字ではない。」とする見解もある(蠟山昌一・証券取引制度の基本的あり方——証券不祥事を契機に考える・金融(全国銀行協会連合会)・五三四号四、五頁(一九九一・九))。

(16) 第二二回臨時国会衆議院「証券及び金融問題に関する特別委員会」松野証券局長答弁(衆議院七号一頁)。

## 第二節 損失補填の禁止に関する一連の経緯

一 一九八九年以前

損失補填の存在は、一九八九年の大和証券による損失補填の発覚により、広く一般に知られるようになった。し

かし、それ以前に損失補填がまったくなかったというわけではない。<sup>(1)</sup>

一九六五年に改正された証券取引法の平成三年改正前五〇条一項三号（平成三年改正前証券取引法）は以下「改正前」とする）によって、損失保証による投資勧誘は禁止された。しかし、学説においては、損失保証や損失保証の履行である損失補填は、私法上の効力としては有効であると考えられていた。<sup>(2)</sup>

このような状況にあつて、損失補填が行われていたようである。断片的ではあるが、このような事実を裏付ける様々な証拠がある。すなわち、一九六八年の大蔵省通達の中には、補填行為を証券事故の中に位置づけるものが存在していた。<sup>(3)</sup>その後、昭和五〇年代（一九七六年から一九八四年にかけて）に、大蔵省の証券局年報において、損失補填が存在していたことが認識されている。<sup>(4)</sup>さらに、一九八六年には大蔵省は証券会社二二社の代表者に対して、営業特金を抑制するように口頭で注意した。<sup>(5)</sup>利回り保証や一任勘定取引が行われていることがその理由であつたとされている。

我が国の証券市場では、一九九一年の証券不祥事以前にも損失補填の問題が存在したが、しかし、これらは、大きな社会問題とはなることなく、事実上放置されてきた。

## 二 一九八九年——大和証券の損失補填の発覚と大蔵省通達——

損失補填の存在が一般に知られるようになったのは、一九八九年に、大和証券が一九七〇年代後半に営業特金の顧客に対して行った損失補填が発覚した後のことである。大和証券の損失補填の発覚後の一九九〇年七月には、税務調査をきっかけとして、他の証券会社一四社による損失補填も明らかになった。

一九八九年の大和証券損失補填事件は、株価が暴落した直後であつた上に、それまでに比べて多額の補填額であつ



たために、それ以前とは異なり大きな注目を浴びた。

大蔵省は、大和証券に対しては、行政指導を行い、一部営業の自粛、社内処分、業務改善を指示した。<sup>(6)</sup> さらに、一九八九年(平成元年)二月二十六日には大蔵省証券局長通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」(蔵証二一五〇号)を日本証券業協会宛に通知するとともに、証券局業務課長事務連絡「証券会社の止について」(蔵証二一五〇号)を日本証券業協会宛に通知するとともに、証券局業務課長事務連絡「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」通達の徹底について」を各財務局長に通知し、さらに、証券局長通達「投資顧問業者の事務遂行上留意すべき事項について」(蔵証二一五一号)を出した。なお、大蔵省はこれら通達を出したのみであり、法的処分は行われず、事実関係を公表するなどの対応も行われていない。<sup>(7)</sup>

通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」は、損失補填は平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号に該当しないという解釈を前提としつつ、損失補填を自粛するように要請した。この解釈は平成三年改正によってこの規定が削除になるに至るまで貫かれている。この通達は、「損失補填」が「営業特金」において行われたことに注目して、特定金銭信託に基づく勘定を利用した取引については、原則として顧客と投資顧問業者との間に投資顧問契約が締結されたものとするように証券会社に対して要請した。<sup>(8)(9)</sup> また、損失補填の手段となっていた慣行を改めるべく、新規発行証券の公正な割当(販売)を求め、証券会社に対しては、役員教育を徹底して営業姿勢の適正化および証券事故の未然防止を図ること、社内管理体制の再点検、違反社員の厳正処分を求めた。

通達「投資顧問業者の事務遂行上留意すべき事項について」は、投資顧問業者が事後的に顧客に対して損失の補填や特別利益の提供を行うことを慎むことを要請し、自己取引を行うことを極力自粛するように要請した。

これらの通達と同時になされた、大蔵省証券局業務課長から各財務(支)局理財部長宛の事務連絡は、営業特金

に対する具体的な処理策を提示していた。

なお、大蔵省は、この通達に併せ、各証券会社に対して、損失補填の有無につき自主点検を行わせ、一九九〇年三月までに結果を報告させている。<sup>10)</sup>しかし、その内容については公表されていない。

これら一九八九年の一連の通達にもかかわらず、一九九〇年には証券会社一四社の損失補填が明らかになった。また、一九九一年には証券不祥事が発生した。これらから推測すると、一連の通達には何の実効性もなかった。<sup>11)</sup>学説において損失保証や損失保証の履行である損失補填は私法上の効力としては有効であると考えられていたために、通達でもそれらの私法上の効力が有効であることが前提とされ、大蔵省は、営業特金の解消のために行われた損失補填を「黙認」する形となった。それが一九九一年の「損失補填」につながった。<sup>13)</sup>

### 三 一九九一年の証券不祥事

一九九一年六月下旬、野村証券をはじめとする証券会社四社が、事務処理において合わせて四五〇億円を自己否認し、国税庁により二〇〇億の申告漏れを指摘されていることが明らかになった。証券会社は、一九八七年の株価暴落以降損失を出した特定の大口顧客からその所有するワラントや国債などを市場価格より高値で買い取り、この取引を非課税の有価証券損として申告した。しかし、国税庁はこれを課税対象の交際費や寄付に当たると認定した。これが明らかになったことよって、損失補填問題は新たな展開をみせた。

株価が低迷し続けていたなか、特定の大口顧客に対する多額の損失補填は、証券会社と補填先の大口顧客に対する強い非難を呼び起こした。これに対応して、大蔵省はすぐさま、六月下旬には、証券取引法を改正して、損失補填と一任勘定取引を禁止し、行政処分をかず方針を明らかにし、七月八日には、通達において一任勘定取引を禁止

し、大手証券四社に対して法人営業を自粛するように行政指導を行った。

これらに呼応して、同日七月八日に、大手証券会社四社は、役員の新給処分等を内容とする社内処分を発表し、七月一〇日から一五日までの四営業日、各社は本店、営業店での法人向け営業を原則として中止した。大手証券会社四社の役員は、証券取引審議会等の政府における審議会の委員の公職を辞退した。<sup>(14)</sup> これらの処分は、いずれも行政指導によるものであった。大蔵省は法的処分は行わなかった。損失補填に対する制裁は東京証券取引所および日本証券業協会が証券会社に課した過怠金にとどまっている。<sup>(15)</sup>

なお、同日七月八日に、大蔵省は中小証券会社も損失補填を行っていたこと、証券会社大手四社の損失補填の合計額が一二〇〇億円を越えること明らかにした。

損失補填問題は、七月二五日の第一二〇回通常国会衆議院大蔵委員会において集中審議の対象となった。同委員会においては、証券会社関係者の証人喚問はなされなかった。大蔵省証券局長は、一九八九年三月期から一九九〇年三月期にかけて、証券会社大手四社が二三一カ所に対して一二八三億円の補填行為を行ったこと、準大手の証券会社の合計補填額が三五〇億円にのぼることなどを明らかにした。しかし、大蔵省は、自ら補填先を公表せず、証券会社に公表を促すに留まった。<sup>(16)</sup>

このような大蔵省の通達・行政指導による対応と国会での審議の結果、世論の非難は、損失補填をした証券会社と補填先の大口顧客に留まらず、大蔵省に対しても向けられるようになった。臨時行政改革審議会は証券行政の在り方につき検討を始めた。

そのような状況のなかで、補填先リストの公表を求める声はさらに高まり、証券問題の早期解決を求める首相自らその公表を促した。ついに七月二九日の日経新聞において大蔵省へ自己申告された証券大手四社の補填先リス

トが報道された。翌日七月三〇日に日本証券業協会がリストの全容を発表し、四社も補填先リストを公表した。また、同日準大手の補填先が明らかにされた。八月九日には、日本証券業協会が「損失補填の概要について」を発表している。

損失補填に対する非難が高まるなか、八月上旬に第二二一回臨時国会が開かれ、損失補填問題が、参議院の大蔵委員会で取り上げられた。さらに、与党自民党が当初は特別委員会の開催に消極的であったにも拘わらず、「証券及び金融問題に関する特別委員会」が衆参両院に設置され、八月下旬から一〇月上旬にかけて審議が行われた。特別委員会においては、証人喚問が二度にわたり開催され、証券会社大手四社において、損失補填が会社ぐるみで行われたことが明らかになったほか、損失補填は七月二十九日に公表されたリスト以外にも存在し、それは一九九一年に行われたものであることが明らかになった。<sup>159</sup>

以上のように八月から一〇月にかけて国会の特別委員会で調査が行われる一方、大蔵省はその約一カ月前の七月下旬からすでに、証券取引法を改正して損失補填等を新たに禁止するための立法作業に着手していた。<sup>160</sup>当初は大蔵省は、省令で具体的に禁止行為を列挙する予定であったが、八月に明らかにされた改正案では、包括的な禁止方法が採用された。また、この改正案は、顧客が補填と知りながら証券会社から利益を受ける行為を禁止していた。これは、自民党に受け入れられず、そのため大蔵省は改正案を修正した。その結果、顧客は要求行為のみが禁止されることになり、禁止行為と正常な取引を区別するために自主ルールを作成すべきことが明示された。さらに、この時点で大蔵省は、損失を受けた顧客の利益没収・追徴規定と証券事故の処理に関する規定を付け加えた。これらの修正が加えられた改正法案は、九月一八日の第一二一回臨時国会に提出され、九月二十七日に衆院本会議で、一〇月三日に参院本会議で可決されて成立した。平成三年証券取引法改正を受けて、大蔵省は大蔵省令を改正し、日本証

券業協会および証券取引所も規則改正を行った。

なお、このような証券取引法の改正作業と併行して、臨時行政改革審議会の検討作業が進展を見せていた。<sup>(21)</sup> 臨時行政改革審議会は、九月一三日には、内閣総理大臣に対し、「証券・金融の不正取引の基本的是正に関する答申」<sup>(22)</sup>を提出している。この答申は、証券会社の登録制度の導入や手数料自由化を盛り込んだほか、証券行政の透明化や、国家組織法第八条に基づく監視機関の設置を提言し、証券規制の大きな転換点となった。<sup>(23)</sup>

#### 四 平成三年（一九九一年）証券取引法改正以降

平成三年証券取引法改正に引き続き、翌平成四年には、上記「証券・金融の不正取引の基本的是正に関する答申」において提言された監視機関を設置するために、証券取引法が改正された。これにより、証券取引等監視委員会が設置され、証券取引を専門に監視する行政機関ができた。しかし、平成三年改正で禁止された後も損失補填は発覚し続けたので、証券取引等監視委員会は数々の損失補填事件を告発することとなった。

一九九二年三月には、コスモ証券、大和証券、山種証券の飛ばし取引が発覚し、一九九三年一月には山加証券、同年一二月には東洋証券の損失補填が明らかになっている。さらに、一九九五年一二月には千代田証券の損失補填が発覚し、翌年には平成三年改正後初めて四二条の二第一項に基づく有罪判決がでた。<sup>(24)</sup>

一九九六年秋ごろから損失補填は再び大きな社会問題となった。元総会屋の親族企業との不透明な取引が問題視されてきた野村証券が、会社ぐるみで一任勘定取引において総会屋に対する損失補填を行っていたことが一九九七年三月に明らかになり、証券取引法および商法違反で起訴されたほか、同年七月には一部営業停止の行政処分を受けた。なお、この事件の調査過程で、新規発行証券を優先的に割り当てていたいわゆる「VIP口座」が存在し

ていたことが明らかにされた。総会屋に対する損失補填は野村証券にとどまらなかった。引き続き、山一証券、大和証券、日興証券もまた総会屋に対して損失補填を行なっていたことが発覚した。これらの証券会社とその役員は、一九九八年一月までには、証券取引法違反等で起訴されたほか、一九九七年一月には大和証券と日興証券に対して一部営業停止の行政処分が行われた。これらの損失補填は証券不祥事直後から行われていた。なお、同時期に、これら総会屋に対する事件とは別に、証券取引等監視委員会は、内藤証券とアーク証券を損失補填で告発している。

さらに、一九九七年一月には、山一証券の自主廃業の決定があった。飛ばし取引が発端となった簿外債務が、その直接の原因となっていた。一九九八年には、衆議院議員に対する日興証券の損失補填が明らかになったほか、大蔵省証券局をめぐる取崩事件も発覚した。

- (1) 以降特に記載しない限りは、本節において記載した事実は、日本経済新聞の記事に依拠した。
- (2) 神崎克郎・証券取引法「新版」(現代法律学全集四二)三六五頁(青林書院、一九八九)、鈴木竹雄∥河本一郎・証券取引法「新版」(法律学全集五三一)三二九頁(有斐閣、一九八四)、河本一郎∥大武泰南∥神崎克郎編・証券取引ハンドブック一八八頁(ダイヤモンド社、一九九〇)、堀口亘・最新証券取引法(商事法務研究会、一九九二)二五二頁。
- (3) 日本経済新聞一九九一年一〇月九日一七頁。
- (4) 平成元年衆議院法務委員会において当時の証券局業務課長が損失保証による投資勧誘の禁止に違反して処分がなされたことがあると発言している。また、証券局年報・昭和五一年度(顧客に対する特別な利益供与等の不適切な行為の発見に努めるものとした)、昭和五六年(証券法五〇条の損失保証にあたるおそれのある取引がないかどうかを問題にする)、昭和五八年年度

- (事後的な損失補填とみられる取引を確認)、昭和五十九年度(債権取引を利用した特定の顧客に対する利益供与が重点事項になっている)。また、第二一回臨時国会衆議院「証券及び金融問題に関する特別委員会」衆三号一七頁(松野証券局長発言)。
- (5) 日本経済新聞一九八六年一月一日。河本一郎〓神崎克郎〓根岸哲〓森本滋(座談会)損失保証・損失補填の経済的・法的位置づけをめぐる。資本市場七五号五、七頁(一九九一・一一)。
- (6) 業務改善命令の内容は、①社内総点検の実施、②内部管理体制の強化、③役職員の再教育であった。
- (7) このような通達による禁止については、根強い批判がある。上村達男・損失保証・損失補填の法律問題・商事法務一二五七号九、一一頁(一九九一・七・二五)、河本一郎〓龍田節〓若杉敬明〓上村達男(座談会)損失補填に関する法的諸問題・商事法務一二六三号四、二二頁等(一九九一・一〇・五)。島袋鉄男・損失補填問題と証券取引法改正の課題・法学セミナー四四三号一六、一八頁(一九九一・一一)(損失補填を通達において自粛させたことにより、損失補填に対する規制を曖昧なままにさせた)と指摘する)。
- なお、この通達に対応して、日本証券業協会も規則を改訂した。平成元年二月二六日に、公正慣習規則「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第八条と第九条を改訂し、損失補填や特別利益提供を慎み、新規発行証券の公正な販売をするように求めた。このほか、公正慣習規則「証券従業員に関する規則」や「営業員服務規程」の社内モデルについても改正をした。
- (8) 顧客において投資運用の体制が十分に整っている場合は、特定金銭信託で取引を行うことが許された。この通達に対応して、日本証券業協会は、特金勘定取引の管理の適正化を図るために、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」(公正慣習規則第九号)において、証券会社に対して、社内規則「特金勘定取引管理規則」を作成すること、証券会社と顧客との間で書面を取り交わすこと等を義務づけた。
- (9) 営業特金を投資顧問付にしても、資力のない系列投資顧問が投資顧問となれば、問題は変わらなかったとの指摘があった(たとえば、座談会商事法務・前掲注(7)八〇九頁(若杉発言))。実際に「損失補填」においては、投資顧問付の営業特金において、

系列証券会社が補填を行った。

- (10) 佐々木清隆（大蔵省証券局総務課課長補佐（当時））・再発防止のための証券行政の見直し・法律のひろば一九九一・一二月号二〇、二二頁。

- (11) この事件以後にも、損失補填が確認されたが、そのたびごとに大蔵省が、証券会社に未然防止のために指導をしていたと言われている（神崎克朗・江頭憲治郎・芝原邦爾・竹居昭芳・座談会）損失補填問題と証取法・ジュリスト九八九号一五頁（神崎発言）（一九九一・一一）。

- (12) 平成元年二月二六日の大蔵省通達は、一九九〇年三月末までには特金勘定を解消するように要請したが、証券会社は一九九〇年、一九九一年にも多額の補填をした。平成元年二月二六日に通達がでた後に、株価がさらに暴落したために、補填額が増加したといわれている。

- (13) 石原定和・証券不祥事に関する諸議論について・国民経済雑誌一六四卷六号一一五、一一九～一二〇頁（一九九一・一二）。なお、野村証券酒巻元社長は、一九九一年六月の株主総会において、そのような旨の発言をして、その後取り消した。この問題は、一九九九年の山一証券の自主廃業を契機に再び問題となり、当時の証券局長に対する証人喚問が行われた。もともと、真相は明らかになっていない。

- (14) 佐々木・前掲注(10)二二頁。

- (15) 東京証券取引所の過剰金は一九九一年五月二三日の理事会で五〇万円から五〇〇万円に引き上げられたものであった。

- (16) 大蔵省は、公表を前提とせず情報を提供させたことを理由としている。

- (17) 七月二五日の衆議院大蔵委員会の集中審議において、十分な事実説明がなされなかったため、野党は、臨時国会における特別委員会の設置と証人喚問とを求めている。政府自民党は、証券問題が收拾されないと懸案の政治改革法案の審議ができないこともあり、特別委員会の設置を決めた。一方野党は、補填先にその関係団体が含まれていたにもかかわらず、損失補填に対する



非難が高まる中で、証人喚問と臨時国会における特別委員会の設置の要求し続けることとなった。

(18) 平成三年改正前証取法においても法的処分が可能な、保証約束による勧誘が存在したかどうかについて、松野証券局長(当時)は、損失保証が口頭でなされた場合には保証約束が存在した証拠が見つからないと証言している(第一二一回臨時国会「証券及び金融問題に関する特別委員会」衆六号三一頁)。国会に、証券会社・顧客の担当者証人に呼んで調べたならば、もっと実態が明らかになったかもしれない(座談会ジュリスト・前掲注(1)一八頁(竹居発言))。

(19) なお、九一年三月期の損失補填に対して、東京証券取引所と日本証券業協会は過怠金を課した。なお、この処分の直前の九月に日本証券業協会は過怠金の上限を一億円に引き上げた。なお、証券不祥事の影響を受けて、東京証券取引所も過怠金を五〇〇万円から一億円に引き上げた。

(20) 立法作業は、法律で規制すべき内容について十分に明らかにされたいでなされる必要がある。しかし、事実の解明が十分に行われる前に、立法作業は行われてしまった。大蔵省は、断片的な事実しか公表しなかったため、その情報収集によって得た事実がどのように活用されたのかも分からない。おそらく、大蔵省は報道されているよりも多くの情報を持っていたのである。しかし、国会において証人喚問等による調査がなされる可能性があったにも拘わらず、そのような調査を待つことなく、立法作業を急いだ。なお、大蔵省は、七月三〇日に損失補填を禁止する通達を出している。

(21) 大蔵省は検査・監視に関するプロジェクトチームを七月一〇日に発足させ、八月一九日にその成果を行革審に提出した。

(22) 商事法務一二六二号三四頁(一九九一・九・二五)。なお、これに関する解説は、高野修一「行革審「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」について」ジュリスト九八九号四六頁(一九九一・一一)、佐々木・前掲注(10)二〇頁。

(23) このほかに、自主規制機関の機能の充実・強化、自己責任の徹底等の項目も含まれている。

同答申は、①証券行政の見直しと透明性の確保、②自主規制機関の機能の充実・強化、③検査・監視体制の在り方、④自己責任の徹底等の項目に分かれている。

①では、証券行政のあり方の見直しでは競争の促進と証券行政の透明化が勧告された。前者は、証券業への新規参入の促進と委託売買手数料の自由化からなっていた。これに応じて、平成四年(一九九二年)証券取引法改正により銀行の子会社形態での証券業務参入が認められたほか、平成一〇年(一九九八年)証券取引法改正により、証券会社の免許制は登録制に変更された。委託売買手数料は一九九二年に大口取引について自由化されたが、手数料はさらに段階的に自由化され、一九九九年には完全に自由化される予定である。②では、日本証券業協会は、ルールの遵守のための積極的な監査、公益を実現するための理事会構成員の見直し、ルール違反に対する公正かつ厳正な処分の実施が求められた。この答申を受けて、日本証券業協会は、定款改訂等を通じて、様々な改革を行った。

③においては、市場の公正性を確保する観点から、市場ルールの遵守状況を中立的・客観的な立場から監視する機能を充実・強化することの重要性を認識し、国家行政組織第八条に基づく機関を設置することを提言した。この提言に基づき、平成四年証券法改正により証券取引等監視委員会が設置された。証券取引等監視委員会は、平成九年証券取引法改正により、組織的には大蔵省を離れ、金融監督庁の下に置かれた。

④については、損失補填に刑事罰を科すことが、自己責任原則の徹底に資するとしている。

(24) 東京地裁平成八年二月二四日判決・判例タイムズ九三七号二六八頁。この判決は、千代田証券に対して罰金一五〇〇万円、元常務取締役に対して懲役六ヶ月(執行猶予二年)の刑を言い渡した。

(25) 一九九九年一月二〇日に、野村証券と関係役員に対する有罪判決が出された。野村証券に対しては罰金一億円、元社長らに執行猶予付の懲役刑を言い渡した。

(26) 東京地裁は一九九八年七月から、これら証券会社とその関係役員に対して、次々に有罪判決を言い渡している。刑の内容は、会社に対しては罰金、役員らに対しては執行猶予付懲役刑である。山一証券に関しては、平成一〇年一月一七日、平成一〇年九月三〇日、平成一〇年一月六日に、大和証券に関しては、平成一〇年一〇月一五日に判決が言い渡された。

### 第三節 平成三年改正前証券取引法と「損失補填」

証券不祥事発覚時の大蔵省の対応は、平成三年証券取引法改正に大きな影響を及ぼした。本節においては、「損失補填」に対して大蔵省がいかなる対応をしたかを述べ、そして、平成三年改正前証券取引法のもとで「損失補填」に對していかなる対応が可能であったかを検討する。<sup>(1)</sup>

#### 一 平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号・四号

「損失補填」が社会的な問題となったとき、この行為が社会において許容されないことは、一見して明らかであり、世論もそのように反応した。したがって、法律的にどのような対応ができるかが検討されたのは当然のことであった。

まず問題となったのは、「損失保証」を禁止する平成三年（一九九一年）改正前証券取引法五〇条一項三号・四号（以下本節においては、「平成三年（一九九一年）改正前証券取引法」は、「改正前」とする）の適用である。<sup>(2)</sup>

#### 「平成三年改正前証券取引法五〇条第一項

証券会社又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。

- 三 有価証券の売買その他の取引又は有価証券オプシオン取引につき、顧客に対して当該有価証券及びオプシオンについて生じた損失の全部又は一部を負担することを約して勧誘する行為。

四 有価証券指数等先物取引につき、顧客に対して当該取引について生じた損失の全部又は一部を負担することを約して勧誘する行為」

平成元年に大和証券の顧客に対する損失補填が発覚したとき、大蔵省は、保証約束に該当する事実はなかったと判断し、保証の約束がない損失補填は、改正前五〇条三号・四号に該当しないと解した。大蔵省によるこの解釈は、平成元年一月二六日の大蔵省通達<sup>(3)</sup>においても明らかにされている。平成三年夏に大規模な「損失補填」が明らかになったときも、大蔵省は、同様に解した。すなわち、損失補填は改正前五〇条一項三号・四号の「損失保証による勧誘」には該当せず、また、平成元年一月二六日の通達に強制力がないことを理由として、法的な対応はできないという見解を採った。<sup>(5)</sup> 実際にも改正前五〇条一項三号・四号を理由としては何らの法的処分もなされなかった。<sup>(6)</sup> 学説においては、一九九〇年に至るまで、保証約束の伴わない損失補填が改正前五〇条一項三号・四号に該当するか否かは、ほとんど論じられることもなかった。

一九九一年に損失補填の問題が大きな注目を浴びるようになってからは、以上の大蔵省の解釈に対する反対論も主張された。この見解によれば、損失補填行為が存在すれば事前の損失保証の存在を推定できるので、証券不祥事における「損失補填」は改正前五〇条三号・四号の禁止行為の中に含まれる解する。<sup>(7)</sup> このような反対論の狙いは、口答での保証約束の立証が困難である点や証券不祥事の際の大蔵省・国会による事実解明の不十分さを解釈によって補おうとするところにあると思われる。

たしかに、損失補填に対しては、何らかの法的対応をとるべきである。しかし、改正前五〇条一項三号・四号の文言と立法趣旨からすると、損失補填が改正前五〇条一項三号・四号の禁止行為に含まれると解することは困難であると考<sup>(8)</sup>える。投資勧誘において保証約束をなすことを禁じているのであるから、保証約束がなされなかった場合

には、補填行為が同規定に該当するとは解し難い。同規定は、損失保証による投資勧誘が投資者の安易な投資判断の原因となることを前提として、そのような勧誘行為から投資者を保護しようとするものである。<sup>(9)(10)</sup> 禁止されているのはあくまでも「勧誘行為」であり、保証約束の伴わない「補填行為」は、「保証約束のなされた勧誘行為」とは言えないのである。

## 二 平成三年改正前証券取引法五〇条一項三号・四号違反の保証約束の私法上の効力

一で述べたような大蔵省の解釈は、改正前五〇条一項三号・四号に違反して行われた保証約束も、私法上の効力は有効であるという学説に影響されている。この規定は、勧誘においてなされた損失保証が実行されないことよって投資者が損害を受けたことが問題になって、昭和四〇年の改正により新設された。したがって、学説では、損失保証が実行されること自体は問題とならならず、むしろ、保証約束を有効と解して、証券会社に保証約束の履行を実行させるほうが、投資者の救済につながると考えられていた。<sup>(11)</sup> 保証約束が私法上無効であるとする学説は、平成三年改正の直前に主張されたにすぎない。<sup>(12)</sup> 昭和四〇年以來のこのような解釈が、大蔵省による損失補填の「黙認」を許し、大規模な「損失補填」の発生につながったことは本稿第一章第二節二においてすでに述べたとおりである。<sup>(13)</sup>

## 三 証券取引法一五七条

「損失補填」が改正前五〇条一項三号・四号に該当しないとすると、証券取引法でなお対応しうる場合があるとするれば、それは一五七条（平成四年改正前五八条）である。しかし、大蔵省は、損失保証・補填は、これにも該当しないという解釈を採った。<sup>(14)(15)</sup>

## 「証券取引法一五七条

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

一 有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等もしくは外国市場証券先物取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。」

一五七条の「不正の手段、計画または技巧」とは、「有価証券取引につき他人を欺罔して錯誤に陥れる態様の行為を行うこと」である<sup>16)</sup>。そして、有価証券取引に関して「社会通念上不正と認められる一切の手段」<sup>17)</sup>が一五七条に該当すると解されている。

一五七条を適用するには、行為者は不正な行為を行うことを認識していたことは要するが、行為者が証券取引をしたことや、またはその行為の被害者を相手方として証券取引をしたことは要しないというのが、学説の一貫した見解である。<sup>18)</sup>

一五七条の抽象的で漠然とした文言は、罪刑法定主義からすると、適用し刑罰を科すことがきわめて難しく、また、適用するとなれば罰則が重いことから、その適用には消極的になりがちであるという指摘がなされている。<sup>19)</sup>しかし、一五七条の包括的な文言は、証券取引についての多種多様な詐欺的行為全てをあらかじめ詳細に列挙することとは適當ではないために選ばれたものである。<sup>20)</sup>証券取引におけるルール違反に対して、十分な取締りがなされなかつたために、文言の解釈はますます幅広いものとなったのであろうが、一方で、文言の幅が広がれば広がるほど、その適用は困難になった。

一五七条に違反する取引の「公正」の基準は、時代・社会により変化している。したがって、ある行為が一五七条に該当するかどうかは、事実関係を十分に調査した上で、一五七条の趣旨に照らして、その行為がなされた時点

基準にして、一五七条違反の行為かどうかを慎重に判断していく必要がある。また、そうしていかなければ、取引の公正は維持できない。ところが、証券不祥事における「損失補填」の場合は、大蔵省はこの作業を目に見える形で十分に行わず、学説における議論が行われる以前に改正がなされてしまった。

それでは、「損失補填」はその行為時には、損失保証・損失補填という行為がそれ自体が一五七条の「不正な手段」に該当したといえるのか。

損失保証に関していえば、前述のように改正前五〇条一項三号・四号の立法趣旨は投資者保護と証券会社の健全性維持等であると考えられていた。条文の文言は、本節二において述べたように、「勧誘」を禁止しているのみで損失保証それ自体を禁止しておらず、実際にこの規定に違反してなされた約束であっても私法上有効であると解されていた。損失補填に関していえば、補填行為そのものは禁止されていなかった。したがって、この行為自体が詐欺的行為であると認識されていたと推測することはできない。多くの学説も、損失補填は「悪性が強くない」ことを理由として、一五七条に該当しないと解している。<sup>221)</sup>

しかし、一五七条が「有価証券取引につき他人を欺罔して錯誤に陥れる」ために行われる行為を禁止している以上、人を欺罔する意図をもって損失補填を行えば、損失補填が一五七条に該当すると解することも可能である。したがって、実際保証を履行する意図もないのに損失保証を行うことは一五七条違反と解釈できるであろう。<sup>222)</sup> しかし、証券不祥事における損失保証は実行されたのであり、このような解釈の範囲内には当てはまらない。

また、「大口顧客に対する損失補填は、一般投資家に知らされずになされた」という点で、一般投資家を騙したに等しく、その意味で証取法五八条（現行一五七条）の不正行為に該当する」とする見解もある。<sup>223)</sup> 損失補填を手数料割戻しと考えれば、受託契約準則違反であり、受託契約準則等ルールに違反する行為は詐欺的行為となりうる。しか

し、損失補填が行われた背景には、経済的に不合理な固定手数料が存在しており、監督官庁が放置してきたという事実があった。また、実際に行われた損失補填は手数料の割戻しと言い切ることできない。

以上により、少なくとも一九九一年の時点にあっては、「損失補填」が一五七条の不正行為に該当したとは解し難く、一五七条は適用できなかつたと解するべきであると考ええる。

#### 四 平成三年改正前一二七条<sup>24</sup>

上述のように、損失補填という行為そのものを改正前五〇条一項三号・四号および一五七条において処理することとは困難であつたとしても、損失補填が行われたのは、多くの場合営業特金と呼ばれる取引であつた。営業特金における取引の実態は事実上の一任勘定取引であつたと考えられる。<sup>25</sup>したがって、この側面からの法的対応の可能性も考察すべきであつた。

改正前証券法一二七条は、大蔵省が証券取引所の会員証券会社による一任勘定取引を省令で制限することを認めた。これに基づく「有価証券の売買一任勘定に関する規則」(昭和二三年七月二四日証券取引委員会規則一五号)<sup>26</sup>は、取引所の会員である証券会社に対して、当該取引<sup>27</sup>についての委任の本旨または当該勘定の金額に照らし過当と認められる数量または頻度の売買取引を行つてはならないと定め、また、この取引を行つた会員は、契約の内容、顧客の氏名、銘柄、数および価格ならびに取引の日付を翌月五日までに取引所に報告すべき旨を定めている。

証券不祥事において、明らかになつた営業特金は法的には特定金銭信託であり、委託者である投資者自身が指図を行うことになっている。しかし、その実態は、証券取引委員会規則一五号において定める一任勘定取引に該当する場合もあつたと考えられる。したがって、証券不祥事の際においても、事実関係を調査することによって、取引



所への報告がなされていなかったことが明らかになれば、改正前証取法一二七条違反に基づき、行政処分を課すことが可能であったと思われる。

しかし、これは行われなかった。<sup>(28)</sup>取引一任勘定に関する監督官庁大蔵省の対応は、長年にわたり曖昧なものであった。昭和三九年二月二七日大蔵省通達「有価証券の売買一任勘定取引の自粛について」(蔵理九二二六号)は、証券会社に対して、証券取引委員会規則の四つの条件全てを満たさない取引勘定を「自粛」するように求めた。さらに、営業特金が盛んに行われるようになったときも、「抑制するように」と口頭で注意したにとどまっている。

大蔵省がこのような対応を繰り返してきたために、営業特金は、改正前一二七条違反として法的を行う処分可能性があったにも関わらず、法的対応をすることは事実上不可能となってしまうていた。営業特金の実態について、然るべき調査がなされ、違反行為に対してしかるべき処分がなされていたならば、その後の「損失補填」の発生は抑制された可能性がある。

## 五 まとめ

以上のように、証券不祥事における損失補填は、証券取引法によって何らの法的処分も行うことができなると解釈された。もつともこれは、証券不祥事において明らかになった「補填行為」が「保証約束の存在しない補填行為」であったという大蔵省の事実認定に誤りのなかった場合の解釈である。十分な事実関係の調査が行われれば、改正前五〇条一項三号・四号や一五七条を成立させる事実が立証できたかもしれない。<sup>(29)</sup>実際には、事実関係の調査・公表が不十分であったために、いわゆる損失補填が真実「保証約束の存在しない補填行為」であったかどうかは、改正時においても、そして時を経た現在においても、明らかにはなっていない。

- (1) 証券取引法とは別に、損失補填は独占禁止法上の違法行為にもなりうる。平成三年一月二〇日に公正取引委員会は、野村証券、大和証券、日興証券、山一証券の大手証券会社四社に対し、証券四社が行った損失補てん等は独占禁止法一九条（一般指定第九項「不当顧客誘引」）の規定に違反するものと認め、同法第四八条二項の規定に基づき勧告を行った。これに対して証券四社は勧告を応諾する旨申し出たので、公正取引委員会は一九九一年二月二日に勧告と同趣旨の審決を行った。
- （なお、刑法二四九条の背任罪と損失補填の違法性は非常に似通っているが、損失補填は刑法二四九条の構成要件を満たすことはない。また、商法四八六条の特別背任罪も成立しない（河本一郎・損失補填防止を法的にどう考えるか・エコノミスト一九九一・八・二七号二頁、なお、春田博・証券取引法と損失補填——証取法五〇条一項三号との関係——法律のひろば一九九一・一一号一三、一八頁は特別背任罪の成立を認める）。
- (2) 大蔵省も、平成元年（一九八九年）二月二六日の通達以前は、事後の補填を損失保証と一体のものであると考えていたとの指摘がある。河本一郎「龍田節」若杉隆明「上村達男」座談会「損失補填に関する法的諸問題」商事法務二二六三三四、一四頁（上村発言）（一九九一・一〇・二五）。
- (3) 蔵証二一五〇号。本稿第一章第二節二を参照。
- (4) 神崎克郎・証券会社の営業姿勢の適正化——大口顧客の特別扱いの是正——商事法務二二〇六号二、三、四頁（一九九〇・二・五）。
- (5) このことは、証券会社の担当者の処分がなされたので、損失補填問題は解決済みである、という見解を大蔵省が採っていたことから明らかである。また、第一二一回臨時国会「証券及び金融問題に関する特別委員会」においても、大蔵大臣は、証券取引法は損失補填を禁止していないとの立場を採った（参三三二九頁、衆一〇号三五頁）。
- (6) 大蔵省が通達を使って損失補填を自粛させたことに対する批判は、本稿第一章第二節注(7)を参照。
- (7) 上村達男・損失保証・損失補填の法律問題・商事法務二二五七号九、一〇頁（一九九一・七・二五）（損失保証による勧誘行

為を違法なものとする要素は損失保証にあり、また損失保証による勧誘の禁止は勧誘の時点のみならず、損失保証を履行することをも含めて問題にしていると解すべきであるから、勧誘行為を伴わない損失保証も証取法五〇条一項三号が禁じる行為に含まれる」と解する)、座談会商事法務・前掲注(2)一五頁(上村発言)、上村達男・改正証取法にみる法の形式化と見直しの視点・法律のひろば一九九一・一一号三三〜三四頁、上村達男・証券会社の損失補填・ジュリスト一〇三〇号二三、二五頁(一九九三・九・一五)。

また、春田・前掲注(1)一七〜一八頁(平成三年改正前五〇条一項三・四号が禁止しているのは実質的に証券会社の出捐そのものである)から、勧誘時に保証約束が行われなくとも、五〇条三・四号違反は成立するとする。この考え方によると、補填行為が行われない保証約束が禁止される根拠が不明確になる)。

(8) 神崎・前掲注(4)三〜四頁、座談会商事法務・前掲注(2)一三頁(河本発言)、一七頁(龍田発言)。

(9) 神崎克郎・証券取引法「新版」(法律学全集四二)三三六頁(青林書院、一九八七)、神崎・前掲注(4)三〜四頁等。なお、「顧客との間の紛争を招く」ことが禁止の趣旨であるとする見解もある。鈴木竹雄Ⅱ河本一郎・証券取引法「新版」三一九頁(有斐閣、一九八四)、河本一郎Ⅱ大武泰南Ⅱ神崎克郎編・証券取引ハンドブック一八八頁(ダイヤモンド社、一九九〇)。

(10) 投資者保護と並んで、証券会社の健全性の確保を五〇条一項三号・四号の立法趣旨に含めるのが従来通説の見解である。鈴木Ⅱ河本・前掲注(9)三一九頁、神崎・前掲注(9)三六五頁、堀口巨・最新証券取引法(商事法務研究会、一九九二)二五二頁。しかし、証券会社の経営の健全性を確保するためには、損失保証による投資勧誘を禁止するだけでは足りず、損失保証それ自体を禁止しなければ効果はない。改正前五〇条一項三号・四号の立法趣旨を投資者保護規定と解する限り、証券会社の経営の健全性の確保を含めるのは矛盾する。

(11) 鈴木Ⅱ河本・前掲注(9)三一九頁、神崎・前掲注(9)三六五頁、証券取引ハンドブック・前掲注(9)一八八頁、堀口・最新証券取引法・前掲注(10)二五二頁。

- (12) 上村(一九九一・七)・前掲注(7)一六頁。
- (13) 石原定和・証券不祥事に関する諸議論について・国民経済雑誌一六四卷六号二一五、一一九〜一二〇頁(一九九一・一二)。
- (14) 衆議院の「証券及び金融問題に関する特別委員会」で証券局長は、証券法第一五七条(平成四年改正前五八条)が「死文化している」と発言している。もともと、この発言は、大蔵大臣の答弁により「活用されることがなかった」と訂正された。第二一回臨時国会「証券及び金融問題に関する特別委員会」衆三三三三〜三三三三頁。
- (15) このような大蔵省の解釈について、「こうしたこと(損失保証・事後の損失補填が証券法五八条に違反するかどうか)がこのたびは全く検討されず、それどころかそもそも五八条は使えないとの認識が一般的のようである。しかし、そうなると、証券法五〇条(現行四二条)の設置により証券会社が刑事罰から「解放」されたことになる」と批判する見解もある(上村(一九九一・一一)・前掲注(7)三五頁)。大蔵省が二五七条(平成四年改正前五八条)を適用しようとする努力をしなかったことは非難される点もあるが、それによって、証券会社が刑事罰から「解放」されたということではできないと考える。
- (16) 東京高裁昭和三八年七月一〇日下級裁判所刑事裁判例集七卷七・八号六五一頁(憲法三二一条に違反するとして上告された)、鈴木河本・前掲注(9)五二七頁、神崎・前掲注(9)五九八頁、龍田節・判批・竹内昭夫・編『新証券・商品取引判例百選』・別冊ジュリスト一〇〇号一四五頁(有斐閣、一九八八)等。
- (17) 最高裁四〇年五月二五日判決最高裁判所裁判集刑事一五五号八三二頁、鈴木河本・前掲注(9)五二七頁、近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎・証券取引法入門二四六頁(商事法務研究会、一九九五)、証券法制研究改編・逐条解説証券取引法六九八頁(商事法務研究会、一九九五)等。
- (18) 鈴木河本・前掲注(9)五五〇頁、神崎・前掲注(9)五九八頁、証券取引法入門・前掲注(17)二四六頁、逐条解説証券取引法・前掲注(17)六九八頁(被害者を相手方としたことは除かれている)。被害者を相手方として証券取引をしたことを要しないという点が、刑法上の詐欺罪に対する証券取引法のこの規定の最大の特徴である。

- (19) 証券取引法入門・前掲注(17)二四七〜二四八頁。
- (20) 神崎・前掲注(9)五九七頁。
- (21) 座談会商事法務・前掲注(2)一七頁(龍田発言)、河本一郎||神崎克郎||根岸哲||森本滋・損失保証・損失補填の経済的・法的位置づけをめぐる・資本市場七五号五、三五〜三六頁(神崎発言、河本賛同)(一九九一・一一)、松田広光・証券取引等の改正について——証券不祥事の再発防止について・ジュリスト九九二号六一、六二頁、注(2)(一九九一・一一・二五)(五八条一項の「不正の手段」は有価証券の取引に関連して人を錯誤に陥れる態様の詐欺的行為に限定され、証券会社による債権の安値売却高値買戻等の取引はこれにあたらぬとする)、上柳一郎||龍田節他(座談会)損失補填等の禁止に関する証券取引法の改正について(上)・インベストメント一九九二・六号三三、四二頁(前田報告)(平成三年改正前五〇条一項三号・四号は投資者の安易な投資決定を促す、あるいは証券会社の財務の健全性を害する行為であると捉えられていたので、五八条一号に該当するほど悪性が強いとは考えられていなかったとする。なお、改正法を前提としても「価格形成を歪めるという点で、これらの行為(損失補填・保証)が五八条一号にあたることはない)等。
- (22) 損失保証において、保証を実行するつもりがないのに約束をすれば、それは一五七条違反になり得る(座談会インベストメント・前掲注(2)四二頁(前田発言))。
- (23) 鳥袋鉄夫・損失補填問題と証券取引法改正の課題・法学セミナー四四三号二六、一九頁(一九九一・一一)。
- なお、理由付けは別だが、「損失補填」は証取法一五七条に該当すると解する見解もある。上村(一九九一・七)・前掲注(7)一五頁(取引の規模が大きいことは市場メカニズムを大きく破壊する原因となるとし、取引の規模が五八条適用の決め手となると考える)。なお、上村(一九九一・一一)・前掲注(7)三五頁(「損失保証による勧誘、勧誘を伴わない損失保証、および純然たる事後の損失補填行為は、いずれも理論上市場阻害行為として強い非難の対象となる反公益性の強い行為であり、市場機構の担い手たる証券会社がこれを行う場合には証取法五八条一号にいう「不正の手段、計画又は技巧」に該当)する)。

- (24) 一任勘定取引については、龍田節・証券の一任勘定取引・法学論叢（京都）一三八卷一・二一・三号一頁（一九九五）。
- (25) 本稿第一章第一節注(5)を参照。
- (26) 証券取引委員会は昭和二十七年に廃止されたが、昭和二十七年改正証券取引法附則二において、大蔵省令としての効力を持つとされていた。
- (27) 禁止されたのは、売買の別、銘柄、数量、価格という四つの条件全ての決定を一任された取引である。鈴木Ⅱ河本・前掲注(9)四六八頁。
- (28) 営業特金が「損失補填」の温床となったことから、平成元年一月二十六日の大蔵省証券局長通達（蔵証二一五〇号）により、社内管理体制があらかじめ整備されている場合以外は営業特金を禁止した。さらに、証券会社に対して、特定金銭信託における取引の実態を調査するように求めるとともに、特定金銭信託の取引口座開設に当たり、一任勘定取引などを行わない旨の書面を顧客と取り交わすように要請したのみであった。なお、証券不祥事が発覚した一九九一年の七月には、通達により取引一任勘定取引は原則として禁止された（平成三年七月八日蔵証一一三五号）。さらに、平成三年証券法改正において、取引一任勘定契約が原則として禁止され、特定金銭信託における一任勘定取引契約も証券法上禁止された（現行証券法四二条一項三号・四号）。本稿第一章第一節注(5)および関連する本文を参照。
- (29) 座談会商事法務・前掲注(2)一四〇一五頁（上村発言）。

#### 第四節 「損失補填」発生の背景と禁止の趣旨を検討する必要性

##### 一 「損失補填」の発生と証券規制の問題点

「損失補填」は、一節から三節において述べてきたように、発覚し、国会で取り上げられ、法改正によって禁止された。「損失補填」の発生とこれに対する大蔵省の対応は、当時のわが国証券規制の様々な問題点を浮き彫りにした。問題点の多くは、直接的には、昭和四〇年の証券取引法改正によって証券会社の免許制度が採用されたことから、もたらされた。これらの問題点は、「損失補填」の発生、法的処理、改正法に少なからず影響を与えたものと思われる。そこで、本節においては、「損失補填」に関連してこれらの問題点を整理したうえで、損失補てん等が禁止される趣旨を検討することがなぜ現在重要であると考えるかについて、筆者の見解を述べたい。

##### 二 免許制度と「損失補填」の発生

平成一〇年（一九九八年）改正前証券取引法（以下本節において「平成一〇年改正前」とする。）は免許制度を採用し（平成一〇年改正前二八条）、大蔵省が証券業の免許をする場合の審査基準は三二条一項において定められている。同条項は、免許の審査基準として、免許申請者の行う業務の収支の見込みが良好であること（一号）、その業務がその営まれる地域における経済状況に照らして必要かつ適当であること（三号）等を列挙する。

この規定を根拠として、証券不祥事を契機に、一九九一年九月大蔵省が許可基準を弾力的に運用することを明らかにするまでの間、<sup>1)</sup>事実上新たな免許許可は与えられず異業種から新規参入が行われなかった。そのために、固定

手数料を採用していなかった引受業務においても事実上価格競争が行われず、引受手数料が割高となっていた。

また、委託手数料に関しては、平成一〇年改正前一三〇条が、証券取引所の会員である証券会社が取引所での売買取引等を受託する際には取引所の定める受託契約準則に則ること、および受託契約準則には委託手数料の料率と徴収の方法を定めることを義務づけていた（一項二項四号）。「損失補填」が行われた平成三年改正前には、受託契約準則には、大口取引から小口取引に至るまで固定手数料が定められており、大口取引においては手数料が割高であったとされている。

一方、金融緩和がなされた一九八〇年代半ば以降から一九九〇年始めにかけて、上場会社は、エクイティファイナンスを盛んに行い、大量の資金を調達した<sup>(2)</sup>。調達された資金は、事業拡大のためではなく、営業特金やファンドトラスト等<sup>(3)</sup>により財テクに使用された<sup>(4)(5)</sup>。営業特金等における大口の証券取引は証券会社に委託売買手数料をもたらした。また、引受手数料は発行価額に比例した金額となっており、大量のエクイティファイナンスと高水準の株価により、証券会社は莫大な手数料を得た。

この時期に証券会社を得た超過利潤は、以上のような経済環境に加えて、上述した証券取引法における非競争的規定が割高な引受手数料を許容したこともまた原因となっている。いずれにせよ、証券会社がこの時期に得た超過利潤が損失補填を行われる大きな原因となった<sup>(6)</sup>。

### 三 免許制度と「損失補填」に対する大蔵省の対応

1 免許制度の採用は、上記二で述べたような証券会社間の競争や証券会社の手数料収入という点で「損失補填」の発生に影響を与えたばかりではない。免許制度は、監督官庁大蔵省による「損失補填」への対応にも大きな影響を



与えた。

2 二で述べたように、平成一〇年改正前証券法における免許制度(同二八条)では、審査基準として、免許申請者の業務における収支の見込みや専門的知識・社会的信用を挙げていた(同三二条)。これは、行政機関が介入すれば、免許を受けた証券会社において健全な経営が実現することを前提としていた。

また、違法行為を取り締まるための手段としては、大蔵省による証券会社の免許取消、停止等の行政処分(平成一〇年改正前三五条)のほかには、比較的軽微な刑事罰しか用意されていなかった。免許制度は、監督官庁である大蔵省による行政指導等行政的介入によって違法行為が十分に回避されうることをも前提としていた。

さらに、免許制度は、監督官庁による免許の審査、行政処分、行政指導等の行政的介入が、効果的になされることを前提としている。平成一〇年改正前三一条の定める免許許可の審査基準は、いずれも不確定な要素を列挙するのみであった。免許制の適正な運営は、大蔵省が常に誤りのない審査能力を有していることを要求していた。

免許制度は、行政機関の介入によって違法行為が回避できることを前提とし、行政機関にオールマイティのパフォーマンスを要求するものである。

3 しかしながら、行政機関の介入があれば違法行為が回避できることを前提とすると、違法行為の監視・処分に関する制度は不十分なものとなる。平成四年改正前証券取引法においては、大蔵省は違法行為の監視・調査のための人員や予算すら十分に与えられていなかったとも考えられる。

また、現実には、行政機関の介入により違法行為が回避でき、健全な経営が実現するとは限らない。たとえ、官僚が十分に権限を行使して職務を果たしても、違法行為の発生する可能性はある。ところが、行政機関の介入により違法行為が回避できるという考え方を採用してしまうと、違法行為の発生は官僚の責任となり、違法行為の

発生そのものが官僚の権威を傷付けることになる。そのような場合、行政機関は違法行為の発生そのものを公表することに對しても消極的になつてしまう。「損失補填」において、大蔵省はその事実説明に關して、全くといつてよいほど、受動的な役割しか果たすことはなかつたが、これは以上のことと合致する。

さらに、行政機関にオールマイティのパフォーマンスを要求するのは明らかに誤りであるうえに、証券業のよう  
に免許を得なければ業務を行うことができず、異業種からの参入者がいない場合には、規制者と被規制者の馴れ合いが生じ易くなる。馴れ合いが生じると、被規制者である証券会社の違法行為の取締りは不十分になりがちで、違反者に対して厳正な処分を行われることは期待できなくなる。

この問題点を端的に明らかにしたのはのがは、一九九七年に明らかになつた大蔵省職員による収賄事件であつたが、損失補填発生についてもこれが当てはまる。「損失補填」の温床となつたといわれる営業特金やファンドトラストは当初からその問題性が指摘されてきたにもかかわらず、実効性のある対応がなされてこなかつたことは第二節で述べたとおりである。

#### 四 証券規制の問題点と平成三年改正後の制度改革

以上述べてきたような、証券規制と「損失補填」との関係は、「損失補填」やその後の不祥事、さらに金融・証券市場における厳しい状況を契機として、大きく変化しており、数回にわたつて証券取引法が改正され、様々な改革が行われつつある。

平成一〇年改正証券取引法により、証券業は免許制は登録制に移行した。また、固定手数料制度の完全自由化が実現される時期も間近い。登録制へ移行することにより、参入業者が増加すれば、証券会社間の競争は激化する。証

券会社がかつてのように超過利潤を手にする可能性は少なくなつた。

参入業者の増加と競争の激化は、また、行政指導による介入を事実上不可能にする。これにより、行政機関の介入により違法行為が回避できるという楽観的な考え方も放棄せざるをえないことにならう。すでに、平成四年証券取引法改正により証券取引等監視委員会が発足し、十分な調査権限を与えられた上で違法行為が監視されることになつた。その結果、違法行為に対しては行政手段だけではなく、法的な手段も使用されるようになってゐる。

##### 五 禁止趣旨を検討する必要性

かつて、規制者大蔵省による被規制者証券会社に対する影響力の行使は、免許制を背景とする広汎で強力な権限と、その権限の行使の内容が公開されないことによつて支えられてきた。規制者の情報が公表されないほど、規制者である官僚の権威は強化される。反対に、情報が公表されれば官僚の権威は低下する。このように官僚の権威に頼る行政においては、様々な行政行為を行うにあつて、法の理念はそれほど重視されない傾向が生じる。

たしかに、平成一〇年証券取引法改正によつて登録制が採用されたため、規制者が被規制者に対して権限を恣意的に非公式に行使することは許容されにくくなり、官僚の権威に頼る規制は困難になる。しかし、登録制度採用によつて参入業者が増加して証券会社間の競争が行われるようになったとしても、違法行為は違法行為であり続ける。むしろ行政機関によるきめ細かな指導が不可能になる今、違法行為は発生し易くなるかもしれない。これに対して、行政機関は、違法行為を注意深く監視し、法的な手段を駆使して断固とした対応をしなければならぬ。行政機関それ自体の権威が失われる時、行政機関そのものの活動の拠り所となしうるもの、行政機関の活動の影響を受ける様々な立場の者を行政機関の行為に従わせうるものは、法の理念のほかにない。このような状況を迎えつつある現在、

「損失補填がなぜ禁止されるか」について、慎重な検討が必要である。本稿がこの点に焦点を合わせようとする理由はここに<sup>(8)</sup>にある。

- (1) 日本経済新聞一九九一年九月一日。
  - (2) 村松勝弘・一九八〇年代のエクイティ・ファイナンス盛行と経営者の責任・立命館経営学三一巻二二五、一一六～一二五（一九九二・九）。
  - (3) ファンドトラストとは、委託された金銭の運用に関し、委託者が運用の範囲を指定し、その範囲内で受託者に運用を一任する信託契約であり、信託銀行がその運用を行う。ファンドトラストは、投資家は常に一人であることから、証券投資信託法上の投資信託にはならないが、投資信託とよく似た性質を有する。損失補填が行われていたのと同時期に、ファンドトラストにおいては、ファンド間の利益調整（利益の付け替え）が行われていた。服部泰彦・証券不祥事と損失補てん問題・立命館経営学三一巻二二五～二四一、三四九～三五九頁（一九九二・九）。
  - (4) エクイティファイナンスと、エクイティファイナンスで調達された資金の運用は、一体のものとして、証券会社により販売されたといわれている。河本一郎 龍田節 若杉敬明 上村達男 座談会 損失補填に関する法的諸問題・商事法務一二六三号四、九～一〇頁（若杉発言）（一九九一・一〇・五）、村松・前掲注(2)一一六～一二五頁等。
- さらに、特金における事実上の一任勘定取引で、証券会社は株価をつりあげ、その後時価発行増資を行なっていたともいわれる。村松・一一六～一一七頁。
- (5) 山一証券経済研究所の調べでは、ファンドトラストを併せた特金の元本残高は、一九九〇年一月で三六兆円であったといわれる（座談会商事法務・前掲注(4)一〇頁）。村松・前掲注(2)一二五頁第3表）。
  - (6) ジョセフ・グルンドフェスト・証券不祥事、徹底解明を・日本経済新聞一九九一年七月二三日、イー・ハン・キム・固定手数

料制の見直しを・日本経済新聞九一年八月八日、松田修・競争促進へ抜本改善急務・日経新聞一九九一年八月九日、貝塚啓明・手数料「完全自由化」論・週刊東洋経済九一年八月一七・二四日号、植田和男・日本経済新聞平成三年九月二五日等。

(7) 馴れ合いが存在していた根拠としては、本稿本文に挙げたもののほか、大蔵省職員の証券会社への天下り、証券会社から大蔵省職員への接待などが挙げられる。なお、国会において、当時の大手証券会社四社と大蔵省職員の間で、社長、副社長、株式本部長、引受本部長等様々なレベルで、懇談会が行われていたという発言が存在しており(第一二二回臨時国会「証券及び金融問題に関する特別委員会」参三号三三頁)、この事実は、大きな行政的権限に裏打ちされた大蔵省による統制のとれた行政指導と共に、馴れ合いの事実が存在したことを裏付けるものである。

(8) 証券不祥事発覚の初期段階にあった平成三年六月に、社会的非難の高まりに対応するため、大蔵省は、関係者の社内処分で問題は解決済みとの立場を取りつつ、証券法改正により行政的に損失補填の禁止、それに違反した場合に営業停止を課すことを考えていた(本稿第一章第二節三を参照)。これは、損失補てんに対して刑罰を科す平成三年改正法の内容(本稿第二章参照)とは大きく異なる。

にもかかわらず、平成三年改正においては、「損失補填」の発覚から改正に至るまでの期間が短かった。損失補填がなぜ禁止されるのかについては十分な検討がなされなかったと思われる。学説においても、法律改正は「もう少しじっくり検討する方がよい」との指摘があった(座談会商事法務・前掲注(4)二三頁(龍田発言))。